Sector: Utilities.

Resultados 1T'17 en línea. Se mantienen los objetivos del año.

Enagás

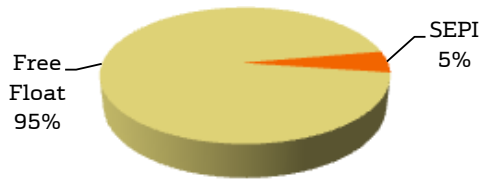
Precio Objetivo: 27,1 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	5.800 M€
Último:	24,30 €/acc.
Nº Acciones (M.):	239 M acc.
Max / Min (52 sem):	22,38/27,79 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ENAG MC / ENAG SM

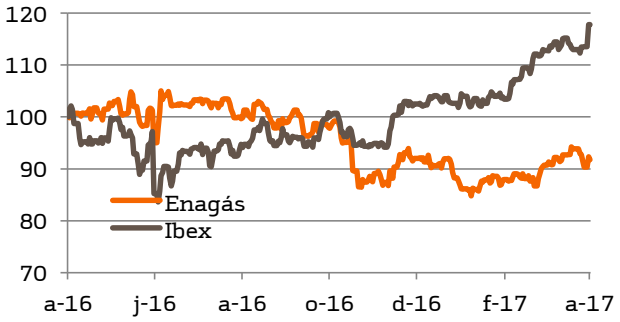
Accionariado



Principales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos totales	1.222	1.218	1.347	1.333
EBITDA	901	883	987	949
BNA	413	417	465	411
FFO	697	757	774	754
Inversiones	530	900	650	270
Deuda Neta	4.237	5.089	5.791	5.388
Principales Ratios	**2015**	**2016**	**2017e**	**2018e**
BPA	1,73	1,75	1,95	1,72
DPA	1,32	1,39	1,46	1,53
Pay out	76%	80%	75%	89%
Deuda Neta/EBITDA	4,5 x	5,2 x	5,4 x	5,3 x
Rentabilidad dividen	5,4%	5,7%	6,0%	6,3%
EV/EBITDA (ajustado	9,9	10,5	10,2	10,2

Datos 1T 2017	1T '16	1T ' 17	Vr (a/a)
Total Ingresos	299	343	14,7%
EBITDA	207	242	16,9%
BNA	101	156	54,4%
Deuda Neta		5.678	
Ordinario / "*Stand- alone*"	**1T' 16**	**1T '17**	**Vr (a/a)**
Ingresos	299	296	-1,1%
EBITDA	207	203	-2,0%
BNA	101	103	1,6%
FFO	195	225	15,6%
Deuda Neta		4.913	

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

La creciente contribución de las filiales permite a Enagás compensar la caída en los ingresos regulados y el BNA ordinario del grupo crece un 1,6% en 1T´17. El equipo gestor reitera el objetivo de crecimiento del 5% en BNA ordinario en 2017, con una mayor contribución de las nuevas inversiones a medida que avance el año. Mantenemos recomendación de Comprar con Precio Objetivo de €27,10€/acción.

Resultados 1T´17: Principales tendencias:

(i) **BNA reportado +54,4% vs BNA ordinario +1,6%.** Consolidación global de GNL-Quintero al alcanzar la mayoría del capital. Efecto extraordinario y meramente contable de 53M€ por revalorización de la primera adquisición de Quintero en 2012 de acuerdo al valor de las compras realizadas en 2016. ENG ha facilitado los resultados "*stand-alone*", con Quintero por puesta en equivalencia y sin extraordinarios en ambos años, para hacer la comparativa más homogénea; (ii) **Caída en ingresos regulados** (-1,8% en 1T'17) por contracción en la base de activos regulados (RAB) lo que explica el -2,0% en EBITDA "*stand-alone*"; (iii) **Mayor contribución de nuevas adquisiciones** (Saggas, TgP..): +28% en puesta en equivalencia en resultados *stand-alone*; (iv) **Fondos generados por las operaciones (FFO)** €225M€ (+15,1% *stand alone*), soportado por el crecimiento en dividendos de filiales: €29M en 1T'17 vs 8M€ en 1T'16. Ratio DN/FFO "*stand-alone*" se mantiene por encima del 16% .

ENG reitera los objetivos del año

Guías 2017: (i) **BNA ordinario +5%,** con una mayor contribución de las filiales a medida que avance el año; (ii) **DPA €1,46/acción** (+5%); (iii) **Inversiones 650M€**, de ellas ~215M€ a TAP (Trans Adriatic Pipeline) y 175M€ en la red de transporte en España; (iv) **Dividendos de filiales** 120M€ (+33% vs 2016); (v) **Ratio FFO/Deuda Neta** > 15,0%. En cuanto a GSP (Perú) el equipo gestor de ENG comentó en la conferencia de resultados que el Gobierno peruano está dando todos los pasos previstos para re-licitar la concesión. En breve se conocerá al Valor Actual Neto del contrato y las reglas de licitación del nuevo proceso. En relación al déficit de tarifa, el equipo gestor comentó que en 2017 el sistema estará en equilibrio.

Recomendación: Comprar , Precio Objetivo €27,10 €/acción

Mantenemos recomendación de Comprar basada en: (i) Contribución creciente de filiales y GNL Quintero, que compensa la gradual disminución en ingresos regulados (red de transporte). La contribución por puesta en equivalencia pasa de 40M€ en 2016 (10% del BNA del grupo) a 110M€ en 2020 (23%). Además, la participación en Quintero (consolidación global) pasará de 6M€ en 2016 a ~25M€ en 2020e. De esta manera se compensa la caída en ingresos regulados, resultando en una TAMI del 3% en BNA en 2016-20e; (ii) **Recuperación de la inversión en GSP-Perú (450M€), gracias a las garantías del contrato.** La reinversión de estos fondos podría acelerar el crecimiento en BNA; (iii) **Dividendo creciente (TAMI 5% 2016-20e) y soportado por flujos regulados** (80% del cash flow en activos regulados). El dividendo absorbe ~70% del cash flow del periodo. Hueco para incrementar aún más el dividendo y cumplir con los ratios para mantener rating (DN/FFO > 15%); (iv) **Valoración atractiva:** 6% Rentabilidad por dividendo y >10% potencial a Precio Objetivo (PO). Hemos revisado ligeramente al alza el PO (+2,0%) para incorporar a la valoración inversiones del grupo que serán finalmente remuneradas por el regulador.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe) http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Belén San José Susana André (Mktg & Support) http://www.bankinter.com/
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Ingresos netos	1.222	1.218	1.347	1.333	1.324	1.362	1.350	2,1%
EBITDA	901	883	987	949	936	966	954	1,6%
EBIT	602	611	665	657	648	667	655	1,4%
Resultado Neto del Grupo	413	417	465	411	405	481	509	4,0%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Activo No Corriente	7.072	7.961	9.003	8.756	8.738	8.246	8.245	
Activo Corriente	443	493	453	413	373	333	332	
Caja e IFT	236	795	795	795	795	795	795	
Total Activo/Pasivo	7.752	9.248	10.250	9.963	9.905	9.373	9.371	0,3%
FFPP	2.377	2.448	2.565	2.611	2.634	2.714	2.814	
Minoritarios	14	15	116	117	117	118	119	
Pasivo no corriente	524	528	536	544	552	561	569	
Deuda financiera	4.467	5.810	6.585	6.242	6.149	5.526	5.414	
Pasivo corriente	241	174	176	177	179	181	183	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Residual
+EBITDA	987	949	936	966	954	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-166	-164	-162	-167	-164	
=NOPLAT (Bº Operativo Después de Impuestos)	821	785	774	799	790	
-/+ Inversiones circulante	42	42	42	42	3	
- Inversiones Activo Fijo	-650	-270	-270	-265	-298	
= CFL Operativo	212	557	546	576	495	11.400

WACC	5,0%
g	0,4%
Valor Presente Negoci	10.547 M€
+Valor Filiales	1.547 M€
+Invers. Con Compens	219 M€
- Deuda Neta Ajustada	-5.455 M€
- Minoritarios y Provis	-396 M€
Valor Equity	6.462 M€
Nº acciones (mn)	239
Estimación DCF	27,1 €/acción

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 27,1€ en función de dos métodos de valoración: descuento de flujo de caja libre y descuento de dividendos, con las hipótesis y ponderaciones recogidas en las tablas adjuntas. Dada la relevancia de las filiales en Enagás utilizamos como base del DCF el Beneficio Operativo Después de Impuestos y después añadimos el valor estimado de las filiales.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-2031e
Dividendo por acción	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	1,71	
% a/a		5,0%	4,8%	4,6%	5,0%	2,0%	2,0%

Ke	6,8%
Estimación DDM	27,3 €/acción

Precio Objetivo

Valoración DCF	27,1	80%		
Valoración DDM	27,3	20%		
Precio objetivo	**27,1** €/acción		**PER'17 implícito**	**13,9 x**

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe) http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Belén San José Susana André (Mktg & Support) http://www.bankinter.com/
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.